

Visie op wereldeconomie

Han de Jong, Chief Economist

Tel.: 020 628 4201 / han.de.jong@nl.abnamro.com

Eerst nog zwak, daarna beter

In dit stuk worden de hoofdlijnen geschetst van de mondiale conjunctuur in 2020. De komende dagen en weken zullen onze landen- en regiospecialisten beschouwingen produceren die juist op landen of regio's ingaan en die veel specifiek zijn.

Ondernemersvertrouwen: industrie krimpt

Global PMI verwerkende industrie, index, 50 = neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

Wereldhandel vs wereld industriële productie

% j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream

De mondiale conjunctuur is vanaf begin 2018 duidelijk verzwakt, een ontwikkeling die in 2019 is door gegaan. Het groeitempo van de wereldeconomie lag rond het begin van 2018 boven 4%. Dat was de sterkste groei sinds 2011. Sindsdien is de groei teruggevalen. Een aantal factoren heeft daartoe bijgedragen.

Chinese 'deleveraging'

Allereerst hebben de Chinese autoriteiten in 2017 een beleid ingezet gericht op het verminderen van de schuld ratio's. Daartoe is een restrictief beleid gevoerd dat onder andere de kredietverlening via het zogeheten schaduw-banksysteem aan banden probeerde te leggen. Voor de financiële stabiliteit was dit ongetwijfeld verstandig en het beleid is ook effectief gebleken. Rond het midden van 2017 groeide het leningenvolume van schaduwbanken in China nog met ca. 15% j-o-j, aan het einde van 2018 bedroeg het groeitempo ca. -10%. Een neveneffect van deze maatregelen is ongetwijfeld een vertraging van de conjunctuur geweest.

Overigens vormt China voor economen die de mondiale conjunctuur analyseren wel een bijzondere uitdaging. Door de omvang en openheid van de Chinese economie alsmede het groeitempo van de laatste decennia is de invloed van China op de mondiale conjunctuur fors toegenomen. Maar de Chinese economie is minder goed gedocumenteerd dan

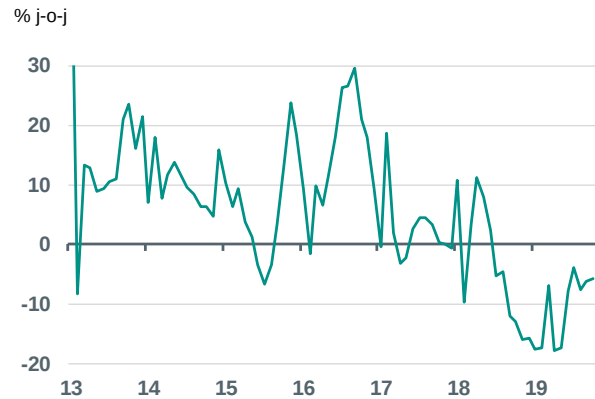
de economieën die al heel lang het beeld bepalen. Het identificeren, laat staan voorspellen van conjuncturele schommelingen in China is niet eenvoudig.

China: schaduwbanken 'social funding' krimpt



Bron: Bloomberg

China: autoverkopen voorbij de bodem



Bron: Bloomberg

De handelsoorlog richt grote schade aan

Een tweede factor die de mondiale conjunctuur schade heeft toegebracht is de handelsoorlog, of misschien breder, de handelsconflicten. Het invoeren van importtarieven is feitelijk een belasting en richt direct schade aan de internationale conjunctuur aan. Wellicht nog belangrijker is de veroorzaakte onzekerheid en de invloed die dat heeft gehad op het sentiment van ondernemers. De groei van de bedrijfsinvesteringen is sinds begin 2018 duidelijk terug gevallen en het is zeer aannemelijk dat het conflict tussen de VS en China een belangrijke oorzaak is.

Fed-beleid werkt met vertraging

Een derde factor die de conjunctuur de afgelopen twee jaar heeft gedrukt is de verkrapping die de Federal Reserve (centrale bank van de VS, Fed) heeft doorgevoerd in de loop van 2018 door vier renteverhogingen en verkorting van hun balans. Dit heeft de monetaire en financiële condities in de VS, maar ook buiten de VS verkrapt. In de VS heeft de hogere rente sporen nagelaten in rentegevoelige sectoren. Buiten de VS heeft de hogere dollarrente in 2018 vooral in opkomende landen problemen veroorzaakt doordat er de nodige schuld in dollars luidt. Weliswaar heeft de Fed in 2019 de rente weer verlaagd, maar monetair beleid heeft met vertraging invloed op de economie.

Verder hebben specifieke factoren een rol gespeeld bij de tragere groei in 2018 en 2019, zoals de problemen in de Europese automobielsector, gerelateerd aan de invoering van nieuwe emissie-test procedures in september 2018, brexit en wellicht andere zaken.

De werkloosheid zal eerst nog oplopen

De arbeidsmarkt is een economische variabele die wat achterloopt op de conjunctuur. De werkloosheid is in de eurozone en in de VS nog altijd laag, maar de verbetering van de arbeidsmarkt is in de loop van 2019 vertraagd. Men mag een verslechtering van arbeidsmarktcondities verwachten gedurende de komende maanden, veroorzaakt door de tragere economische groei van de afgelopen tijd. Dat wil echter niet zeggen dat de conjunctuur verder verzwakt, het is gewoon de vertraagde reactie op de eerder opgetreden groeivertraging.

De factoren die de conjunctuur in 2020 bepalen, wijken af van de patronen van de achter ons liggende periode.

Eurozone: toename werkgelegenheid wordt minder

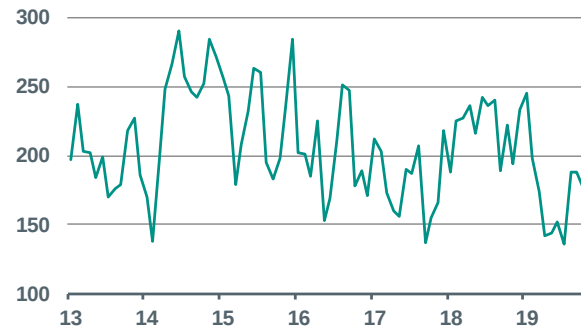
% j-o-j



Bron: Bloomberg

VS: verandering in werkgelegenheid zwakt af

Duizenden, 3-maands voortschrijdend gemiddelde



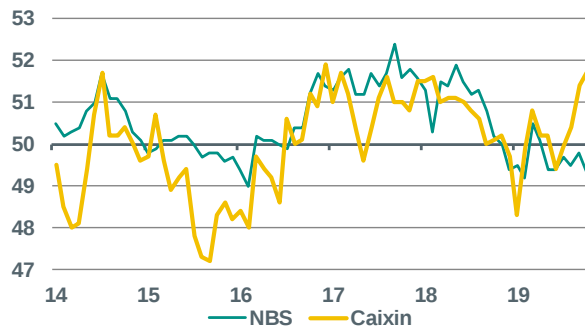
Bron: Bloomberg

Chinese stimulering lijkt enig effect te sorteren

Allereerst hebben de Chinese autoriteiten het beleid enigszins omgegooid. De afzwakking van hun economie is kennelijk verder gegaan dan ze bereid waren te tolereren, wellicht doordat het handelsconflict additionele schade heeft toegebracht.

China: PMIs verwerkende industrie divergeren

index, 50 = neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

China: bbp, vanaf begin 2018 duidelijk vertraagd

% j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream

Al enige tijd nemen ze relatief kleine, gerichte maatregelen om de bedrijvigheid te steunen. Het is niet erg duidelijk in hoeverre deze maatregelen succesvol zijn. Op zoek naar tekenen van succes vond ik een opmerkelijke divergentie tussen de twee vooraanstaande indices van het Chinese ondernemersvertrouwen, de NBS- en de Caixin-indicator. De laatste is in recente maanden duidelijk opgelopen terwijl de eerste geen noemenswaardige verandering laat zien. De maatregelen van de Chinese overheid om de economie te stimuleren hebben zich toegespitst op de private sector en private bedrijven zijn sterker vertegenwoordigd in de enquête van Caixin dan in die van de NBS. Wellicht duidt de divergentie van beide indicatoren op succes van het beleid.

Relatie China-VS cruciaal

Wat er gebeurt in het conflict tussen de VS en China laat zich moeilijk voorspellen. Eerder dit jaar was ik ervan overtuigd dat er een deal zou komen, maar toen ontaardde de discussies in ruzies en werden er over en weer additionele tarieven ingesteld. De ervaring leert dat het voor een Amerikaanse president moeilijker is herkozen te worden als de economie heel zwak is. Het risico daarop is groter als het conflict blijft doorzeuren of zelfs verder escaleert. Het lijkt daarom redelijk

te veronderstellen dat het conflict niet verder escaleert en er een soort wapenstilstand overeen wordt gekomen. Ook voor de Chinezen is dat beter omdat hun economie toch wel behoorlijke schade lijdt. De eerlijkheid gebiedt te zeggen dat president Trump wat ons redelijk, logisch en rationeel lijkt, toch vaak anders ziet...

Een wapenstilstand in het conflict zal een positieve uitwerking hebben op sentiment. Als daarbij ook reeds ingestelde tarieven worden verlaagd of geschrapt, kan de reactie behoorlijk positief zijn. Het conflict heeft er bij veel bedrijven toe geleid dat investeringen zijn uitgesteld. Een deel van die investeringen zullen alsnog plaatsvinden in het geval van een akkoord. Dit soort inhaalvraag kan de conjunctuur een onverwacht steuntje in de rug geven.

Ommezwaai Fed werkt voorlopig door

Een van de belangrijkste ontwikkelingen van 2019 is ongetwijfeld de koerswijziging van de Fed geweest. In december 2018 stelde de Fed nog enkele renteverhogingen in 2019 in het vooruitzicht. Reeds in januari 2019 sloeg Fed-baas Powell een heel andere toon aan. Toen had hij het erover dat de Fed 'geduldig' kon zijn. Uiteindelijk heeft de Fed de officiële tarieven drie keer verlaagd. Daar werd als verklaring voor gegeven dat het werd gedaan als een soort verzekering tegen een economische afzwakking. En de renteverlagingen van 2019 zijn ook wel historisch te noemen. Niet eerder werd het monetaire beleid versoepeld terwijl de werkloosheid op een laagte-record stond. Dat de Fed dit kon doen, heeft alles te maken met de voortdurende lage inflatie. In het verleden liep de inflatie op bij zulke lage werkloosheid en moest de Fed de rente juist verhogen om de inflatie in de toom te houden. De renteverlagingen van 2019 dragen er ongetwijfeld toe bij dat de Amerikaanse economie voorlopig door zal blijven groeien, terwijl ze nu al bezig is aan de langste periode van onafgebroken groei sinds dit wordt bijgehouden (1854).

De effecten van de versoepeling door de Fed zijn duidelijk. Allereerst profiteren de rentegevoelige sectoren. Zo trekt de woningbouw aan. De positieve gevolgen van de lagere rente voor de conjunctuur zullen zich geleidelijk verder manifesteren. Ook heeft de Amerikaanse renteverlaging geleid tot een versoepeling van monetaire en financiële condities in de wereld.

Overigens is de vrees voor een spoedige recessie in de VS de laatste tijd weer wat gaan liggen. De divergentie in de VS tussen consumentenvertrouwen en producentenvertrouwen in de industrie is opmerkelijk. Dat de consument positief is, is niet zo raar. Er zijn voldoende banen, er is inkomensgroei en zijn financiële positie is stevig. Zolang de consument blijft besteden – en waarom zou hij niet? – is een recessie in de VS onwaarschijnlijk.

VS: consumenten optimistischer dan producenten

Index, 50=neutraal index



Bron: Bloomberg

VS: in aanbouw genomen woningen omhoog

Duizenden, 3-maands voortschrijdend gemiddelde



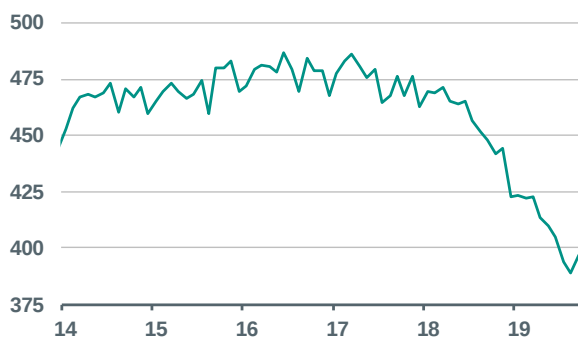
Bron: Bloomberg

Het kan niet beroerder, dus wordt het beter

De automobielfabrikanten gaan (een keer) hun problemen te boven komen. Vooral in Duitsland is de sector van belang. De sector maakt ca. 4% van de economie uit. De productiedaling sinds medio 2018 bedraagt zo'n 15-20%. Dat scheelt de Duitse economie dan ruim een half procent bbp. Hoeveel beroerder kan het worden? Juist omdat het zo slecht is gegaan, is een duidelijke verbetering waarschijnlijk. Ten eerste verbeteren de autoverkopen in China de laatste maanden wat. Ten tweede staan Duitse autobedrijven aan de vooravond van de introductie van een breed scala elektrische auto's. Misschien nog belangrijker is dat er zich een forse voorraadcorrectie lijkt te hebben voorgedaan. De productie van Duitse auto's is misschien met 15-20% gedaald, de vraag ernaar is minder gedaald. Het proces van voorraadintering heeft een negatieve invloed op de conjunctuur. Maar het positieve is dat het niet onbeperkt kan voortduren. Op zeker moment slaat voorraadintering om in voorraadopbouw. Dat geeft de conjunctuur dan juist ondersteuning. Het is waarschijnlijk dat dit het geval zal zijn in Duitsland in 2020.

Duitsland: ineenstorting autoproductie ten einde?

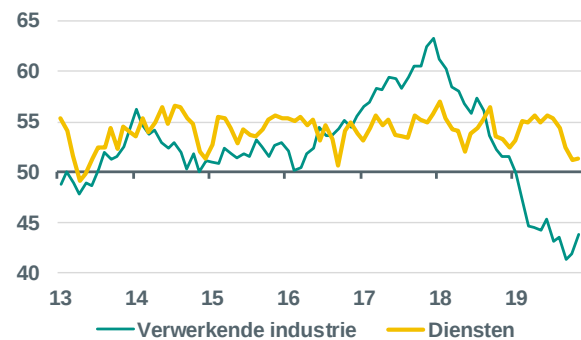
Duizenden, 12-maands voortschrijdend gemiddelde



Bron: Bloomberg

Duitsland: producentenvertrouwen

PMI, index, 50=neutraal



Bron: Bloomberg

Dat proces van voorraadintering en -opbouw speelt wellicht breder dan alleen in de automobielsector. De industriële productie daalt al enige tijd met 4-5% in Duitsland. Cijfers over veranderingen van voorraden zijn notoir onbetrouwbaar, maar het is niet waarschijnlijk dat de totale vraag naar Duitse goederen met 4-5% is gedaald. De enig logische conclusie is dat er op voorraden is ingeteerd. Dat proces is eindig, zoals gezegd.

Duitsland: verandering van voorraden

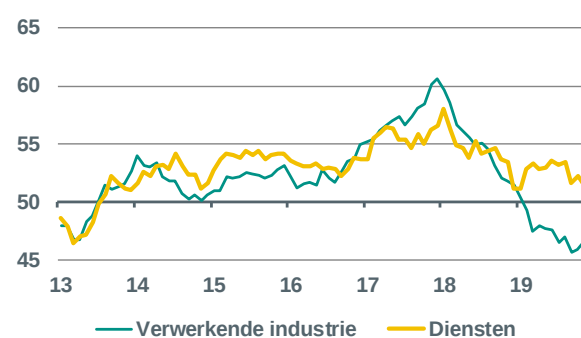
In lopende prijzen, EUR miljard



Bron: Bloomberg

Eurozone: divergentie in ondernemersvertrouwen

PMI, index, 50=neutraal



Bron: Bloomberg

5G gaat in toenemende mate invloed hebben op de conjunctuur

Een opmerkelijke ontwikkeling in 2019 is de zeer krachtige koersstijging van IT-aandelen. De IT-sector heeft de brede aandelenmarkt in 2019 fors verslagen. Terwijl de S&P500 vanaf het begin van het jaar tot het moment van schrijven 25% is gestegen is de SOX-index van semi-conductorbedrijven met 50% gestegen. Vooral bedrijven die apparatuur leveren die essentieel is bij de aanleg van 5G hebben het zeer goed gedaan. De markt geeft daarmee aan te verwachten dat de uitrol van 5G de komende tijd zijn beslag zal krijgen, voorzover dat al niet het geval is. Zowel de opbouw als het uiteindelijke gebruik van 5G zullen de conjunctuur impulsen geven, waarvan we mondiaal in 2020 ongetwijfeld de positieve gevolgen zullen zien. In zekere zin geeft de strijd tussen de VS en China om leiderschap op technologisch gebied deze ontwikkeling nog een extra impuls. Voor Europa is het jammer en wrang dat het op deze terreinen slechts een bescheiden rol speelt. Dat de mondiale IT-cyclus aan vaart wint is bijvoorbeeld te zien aan de Taiwanese exportorders in de electronica. De laatste tien jaar is bovendien de productiviteitsstijging in de meeste landen opmerkelijk laag geweest. In de VS is de laatste jaren enige verbetering zichtbaar. Misschien dat de introductie van 5G een nieuwe impuls kan geven.

Taiwan: exportorders elektronica

% j-o-j



Bron: Bloomberg

VS: arbeidsproductiviteit

% j-o-j, 8-kwartalen voortschrijdend gemiddelde



Bron: Bloomberg

Naast genoemde factoren die de conjunctuur in 2020 zullen beïnvloeden, mag worden verwacht dat ook de lagere olieprijs en het in Europa licht ruimere begrotingsbeleid enige conjuncturele ondersteuning zullen verschaffen.

Jaarcijfers verhullen de onderliggende trend

Wie economische-groei cijfers van het ene jaar vergelijkt met de cijfers over het andere jaar kan het zicht verliezen op de onderliggende richting van de conjunctuur. De vertraging in 2019 leidt ertoe dat het jaar waarschijnlijk zwak wordt afgesloten. Dan begint 2020 ook zwak en is er een fors herstel nodig om het 'jaarcijfer' van 2020 boven dat van 2019 te duwen. Voor veel landen prognostiseren wij voor 2020 een iets lagere groei dan in 2019. Dat verhult echter dat we in de loop van 2020 sterkere onderliggende groei verwachten.

Doordat de groei vooralsnog echter matig blijft, verwachten we nog een laatste rentestap van de Fed, ergens in het eerste kwartaal. Bij de lage groei en de zeer lage inflatie ligt het in de rede dat ook de ECB het beleid nog wat verder zal versoepelen.

Per saldo

Per saldo kijken we met enig optimisme naar 2020. De mondiale conjunctuur is in de afgelopen twee jaar fors verzwakt. Maar er is reden aan te nemen dat een versnelling van de mondiale groei zich in 2020 zal manifesteren. Daarbij is het

(tijdelijk) beëindigen van het conflict tussen China en de VS cruciaal. Als dat conflict zich echter voortsleept of verder escaleert dan is dat zeer negatief voor de mondiale conjunctuur in 2020. Wij veronderstellen dat betrokken partijen binnenkort een akkoord sluiten. Andere positieve factoren voor 2020 zijn de Chinese stimuleringsmaatregelen, de effecten van de doorgevoerde monetaire versoepeling in de VS, de waarschijnlijke, betere tijden voor (Duitse) autobedrijven, de uitrol van 5G, de wat lagere olieprijs, het licht expansieve begrotingsbeleid in Europa, een inhaalvraag die is veroorzaakt door onzekerheid en bij verminderde onzekerheid zich alsnog manifesteert en de voorraadcyclus in enkele belangrijke sectoren. Langs een breed front zien we momenteel vertrouwensindicatoren licht verbeteren van overigens lage niveaus. Hoewel dit ongetwijfeld een broos proces is, duidt deze ontwikkeling toch op een conjuncturele verbetering voor de mondiale economie in de loop van 2020.

Zoals altijd en overal, zijn er risico's en onzekerheden. De Amerikaanse verkiezingen zullen hun schaduw vooruit werpen. Het brexit-proces lijkt momenteel in rustiger vaarwater terecht te komen, maar nieuwe en onaangename verrassingen zijn niet uit te sluiten. Ook is het niet duidelijk of de ECB onder nieuw leiderschap een andere koers zal inslaan. Datzelfde geldt voor de Europese Commissie. Ook zijn er risico's op het gebied van beleid. In veel landen neemt de druk op regeringen toe zich steviger in te zetten om de doelstellingen van het klimaatakkoord van Parijs te halen. Dat kan makkelijk leiden tot schoksgewijze maatregelen die een abrupte en negatieve invloed hebben op de bedrijvigheid op korte termijn.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

2-12-2019	GDP (% yoy)			Inflation (%yoy)			
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	
US	2,2	1,3	2,0	1,8	1,9	1,9	
Japan	1,0	0,4	1,0	1,1	1,6	1,0	
Eurozone	1,0	0,8	1,3	1,0	0,8	1,0	
UK	1,2	1,2	2,0	1,8	1,7	2,0	
Emerging Markets							
China	6,2	5,8	5,6	2,8	2,5	2,0	
Asia	5,5	5,4	5,5	2,9	2,9	2,8	
Em. Europe	1,4	2,4	2,4	6,6	4,9	4,7	
Latam	-0,1	1,5	2,3	9,3	8,1	6,3	
World trade	0,0	1,0	2,0				
2-12-2019	Official policy rate (% eop)			3m interbank rate (% eop)			
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	
US	1,75	1,50	1,50	1,7	1,4	1,4	
Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,1	-0,1	-0,1	
Eurozone	-0,50	-0,60	-0,60	-0,4	-0,6	-0,5	
UK	0,75	0,75	0,75	0,8	0,8	0,8	
	10y government bond yields (% eop)						
	2019e	2020e	2021e				
US	1,7	1,9	1,9				
Japan	-0,1	0,0	0,0				
Eurozone (Bunds)	-0,4	-0,4	-0,4				
UK	0,3	0,3	0,7				
	Exchange rates (versus USD, eop)*			Exchange rates (versus EUR, eop)*			
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	
				1,12	1,16	1,20	EUR/USD
USD/JPY	108	112	116	121	130	139	EUR/JPY
USD/EUR	0,89	0,86	0,83				
GBP/USD	1,30	1,35	1,42	0,86	0,86	0,85	EUR/GBP

Source: Thomson Reuters Datastream, EIU, ABN AMRO Group Economics

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden